

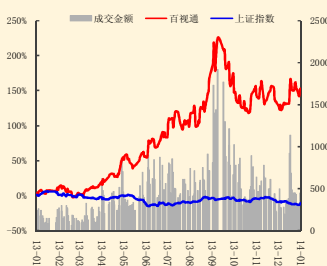
爱建证券有限责任公司
研究发展中心

分析师: 侯佳林

执业编号: S0820511030002

TEL: 021-32229888-25508

E-mail: houjiain@ajzq.com



(%)	1个月	6个月	12个月
绝对表现	14.98	45.66	158.50
相对表现	17.11	46.88	168.89

评级: 推荐(首次)

基础数据

收盘价(2014-1-23)	42.86
目标价(未来6个月)	-
52周内高	52.76
52周内低	15.46
总市值(百万元)	47734.73
流通市值(百万元)	35810.39
总股本(百万股)	1113.74
已流通(百万股)	835.52
限售股(百万股)	278.22
每股净资产(元)	3.22

数据来源: Wind, 爱建证券研究发展总部

文化传媒行业

打造具有国际视野的大视频综合服务运营商

投资要点

- 公司为全球最大的IPTV服务运营商。近年来公司IPTV业务用户规模与收入保持了良好的增长势头, 仍是目前公司的核心业务。同时, 随着与CNTV的合资公司成立, 以及宽带中国战略的推进, 未来全国IPTV业务的总体增长前景依旧向好。
- OTT与风行网是公司发展的重要布局。目前我国互联网娱乐及移动视频发展的态势已然显现, 在抢夺用户客厅的进程中公司已有布局, 未来也具备进一步拓展的空间, 而2013年完成对风行网的投资更是将有效补充公司在移动端与PC端的不足, 对公司今后的盈利增量不可小觑。
- 公司“一云多屏”的大视频战略以及“台网融合”的发展方向明确。近段时间来针对用户多屏环境下的娱乐需求, 公司以“一云多屏”为业务发展主线, 以电视屏为核心, 协同发展手机屏和PC屏业务, 形成了多屏融合、台网联动的发展态势。同时, 公司在系统集成、技术服务和影视多媒体制作等方面亦有协同布局, 可对多屏融合构成有效互补。
- 公司在内容、牌照和国际化运作上具有一定优势。公司的实际控制人为上海广播电视台, 其本身具有较强的媒体与影视制作等资源优势。同时, 通过与CNTV的合作公司在各项牌照方面, 相对其他企业而言已具备相对优势, 再加上公司身处上海改革的前沿, 未来国际化视野的管理团队和与微软、迪斯尼这两大国际巨头间的合作想象空间值得期待。
- 给予公司“推荐”的投资评级。预计2013-2015年公司营业收入为25.71、34.51和47.62亿元, 每股收益分别为0.62元、0.84元和1.15元。对应22日股价的市盈率分别为65.46倍、48.32倍和35.29倍。目前主要传媒类公司2013-2015年平均市盈率分别为68.76倍、47.91倍和36.16倍, 其中乐视网、人民网等新媒体公司估值均在70倍以上。未来我们看好在激励计划推出后公司一云多屏、台网融合的战略实施, 及在此基础上IPTV用户付费、广告、增值业务、互联网电视等业务的持续发展, 和与国际两大巨头围绕家庭娱乐中心、动漫及相关服务的合作空间, 首次给予“推荐”的投资评级。
- 风险提示: 行业政策变动风险; IPTV和互联网电视拓展不及预期; 新产品研发跟不上用户需求。

财务预测简表(单位: 百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2027.75	2571.18	3450.53	4762.42
增长率(%)	51.84%	26.80%	34.20%	38.02%
归属母公司股东净利润	516.47	694.91	938.36	1285.42
增长率(%)	45.44%	34.55%	35.03%	37.87%
每股收益(EPS)	0.464	0.62	0.84	1.15
净资产收益率(ROE)	16.74%	18.39%	19.79%	21.43%
市盈率(PE)	87.53	65.46	48.32	35.29

数据来源: WIND, 爱建证券研究发展总部

内容目录

一、公司简介	4
1.1 SMG 为公司控股股东	4
1.2 IPTV 是公司当前核心业务	4
二、行业分析：视频行业一云多屏时代已经到来	5
2.1 各平台渗透，多屏时代大发展	5
2.2 用户需求是“一云多屏”模式的原生动力	6
2.3 带宽提升缓解了基础网络对“一云多屏”的制约	6
2.4 IPTV 市场规模呈现持续增长态势	7
2.5 互联网电视成重要新生力量	8
2.6 移动端增长正逐步发力	9
三、公司分析：以云平台为核心，构建大视频娱乐生态圈	9
3.1 全球最大 IPTV 运营商，IPTV 业务发展迅速	10
3.2 互联网电视加速布局，用户规模保持领先	11
3.3 控股风行，是实现台网融合与一云多屏的重要一环	11
3.4 与微软合作，拓展 OTT 至家庭娱乐中心	12
3.5 迪斯尼业务打开“东方梦工厂”想象空间	13
四、核心竞争力：公司在内容、牌照与国际化上有优势	13
4.1 内容为王，版权库存总量中国第一	13
4.2 播控牌照齐全，深耕电信运营商资源	14
4.3 具备超越广电系的市场化及国际化程度	15
附：公司财务报表预测(单位：百万元)	19

图目录

图 1 公司股权结构示意图	4
图 2 公司 2013 年中期各业务比重情况	5
图 3 近期国内在线视频市场规模及增长	5
图 4 近期国内在线视频移动端与 PC 端占比变化.....	5
图 5 近年各终端使用人口渗透率	6
图 6 用户不同终端每周观看视频时间	6
图 7 中国宽带用户数及渗透率	7
图 8 中国 4M 及以上覆盖率	7
图 9 中国 IPTV 用户数以及增长率.....	7
图 10 IPTV 业务累计用户规模数	7
图 11 近年我国手机网民规模与占比变化	9
图 12 2012-2013 年各类手机应用率情况	9
图 13 公司一云多屏战略总体构架情况	10
图 14 近年公司 IPTV 业务增长情况.....	10
图 15 IPTV 业务累计用户规模数	10
图 16 公司互联网电视机顶盒“小红”	11
图 17 风行网软件日均覆盖人数近三月继续保持第一	13
图 18 公司风行网网站界面	12
图 19 家庭娱乐中心概念示意	14
图 20 上海东方梦工厂效果图	14
图 21 公司 12 年电视剧与电影新片引进量领先.....	14
图 22 公司近年新增版权的增长情况.....	14
图 23 全国 IPTV 业务总播控体制构架	14
图 24 近年公司 PE-BAND 情况	17
图 25 近年公司 PB-BAND 情况	17

表目录

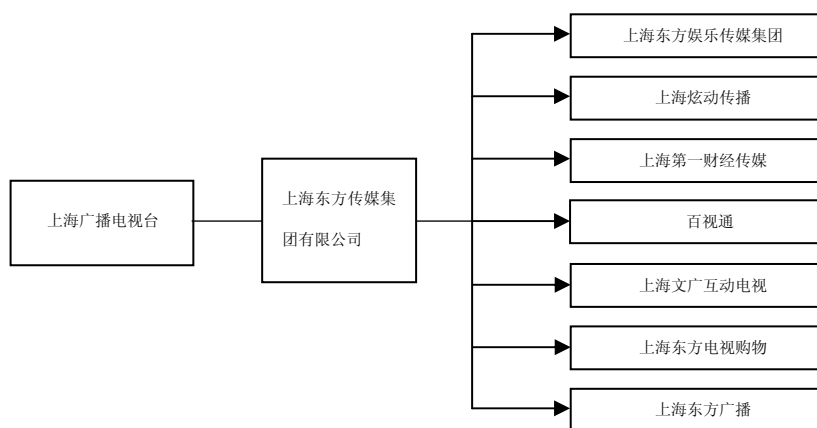
表 1 国内 IPTV、OTT 和数字电视情况对比	8
表 2 目前全国 IPTV 牌照与 OTT 牌照的获得企业	15
表 3 公司主要高级管理人员情况	15
表 4 公司主要业务盈利预测.....	16
表 5 国内可比公司估值情况.....	17

一、公司简介

1.1 SMG 为公司控股股东

公司从 2010 年 9 月开始启动借壳广电信息上市资产重组方案，至 2011 年 12 月底完成，正式挂牌上市。旗下全资子公司百视通技术成立于 2005 年 11 月，是重组后上市公司的新媒体业务主体。重组交易中，东方传媒以现金 19.90 亿元收购仪电集团持有的广电信息 36.60% 的股份，同时广电信息以 12.23 亿现金及增发新股方式向东方传媒购买其拥有的百视通技术 51.78% 股权、文广科技 100% 股权、广电制作 100% 股权和信投股份 21.33% 股份，向同方股份等购买百视通技术 48.22% 的股权。资产重组后上市公司控股股东为上海东方传媒集团(SMG)，持有上市公司 41.92% 股份，实际控制人为上海广播电视台。在此之后，百视通又分别收购了风行网和卫星网 54.04% 和 100% 的股权，并取得了控股地位。

图 1 公司控制权结构示意图

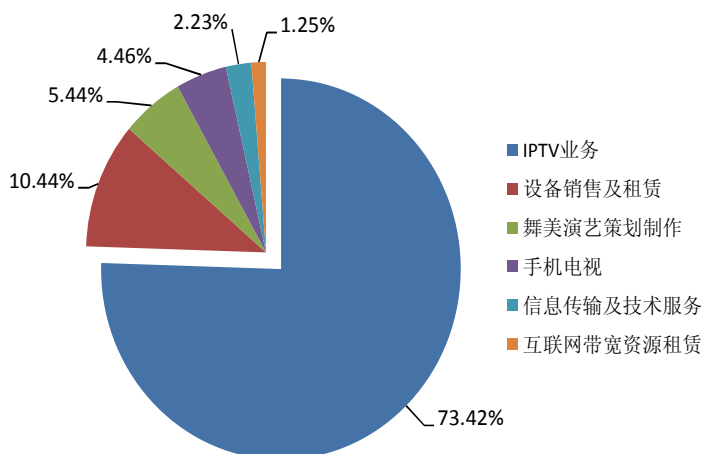


资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

1.2 IPTV 是公司当前核心业务

公司当前主营业务为IPTV、互联网电视、手机电视、网络视频等新媒体业务，主要由全资子公司百视通技术负责，其他业务包括技术服务和舞美演艺等，分别由全资子公司文广科技和广电制作负责。截止至2013年中期，在公司各项业务中，IPTV 业务营收占比继续上升，提升了3.49个百分点，达到了73.42%，核心地位进一步突显。

图2 公司 2013 年中期各业务比重情况



资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

二、 行业分析：视频行业一云多屏时代已经到来

2.1 各平台渗透，多屏时代大发展

随着三网融合的不断推进、电信运营商宽带网络的建设 and 移动智能终端的迅速普及，平台运营商开始互相渗透，国内 IPTV（电视屏）、移动端（手机屏、平板电脑屏）、PC 端（电脑屏）为特点的“一云多屏”新媒体视频服务业务收入呈现高速增长，而目前一云多屏的顺利推进必将促进整体视频行业的快速发展。截止到去年，我国在线视频市场规模达 128.10 亿元，同比增长 41.90%。2013 年，在移动端快速发展以及优质长视频内容的带动下，在线视频市场规模保持了良好的增长态势。

图3 近期国内在线视频市场规模及增长

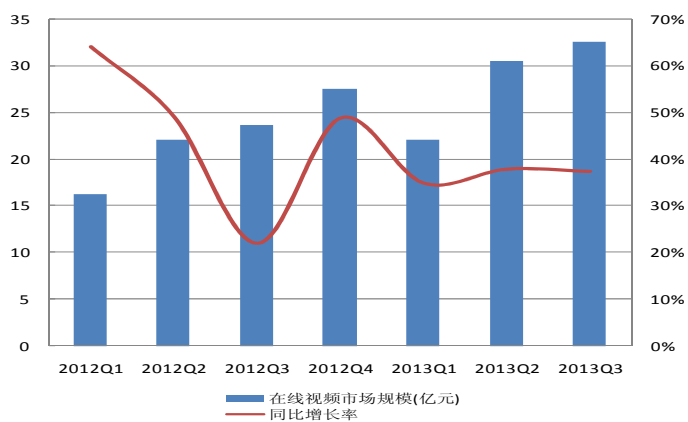
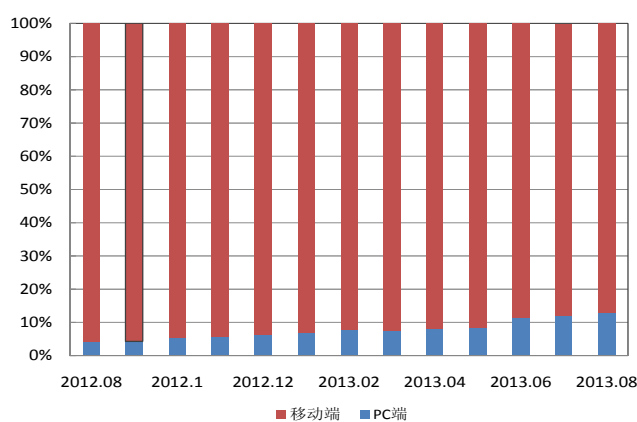


图4 近期国内在线视频移动端与PC端占比变化



资料来源：艾瑞咨询，爱建证券研究发展总部

2.2 用户需求是“一云多屏”模式的原生动力

在多屏幕时代下，电视屏最早实现了快速普及，未来几年将是智能电视对传统 CRT 的电视的快速替代时期。同时，目前智能手机已在城市实现高度渗透，千元智能机也正加速在农村市场的渗透进程，未来有望实现智能手机人均一部。在 PC 方面，城市已经有较高的普及率，但由于高宽带网络成本，农村网民中手机上网的用户仍高于 PC 上网用户，PC 的人口渗透率相对最低。

目前用户对于视频终端的选择日趋多元性。根据 DCCI 统计，PC、电视、平板和手机是用户观看视频的主要终端。用户每周视频观看小时数排名分别为 PC、电视、平板、手机，用户跨屏观看的趋势明显，不同终端重合用户比例也在上升，“一云多屏”布局恰好是精确定位于用户这一类的需求。

图5 近年各终端使用人口渗透率

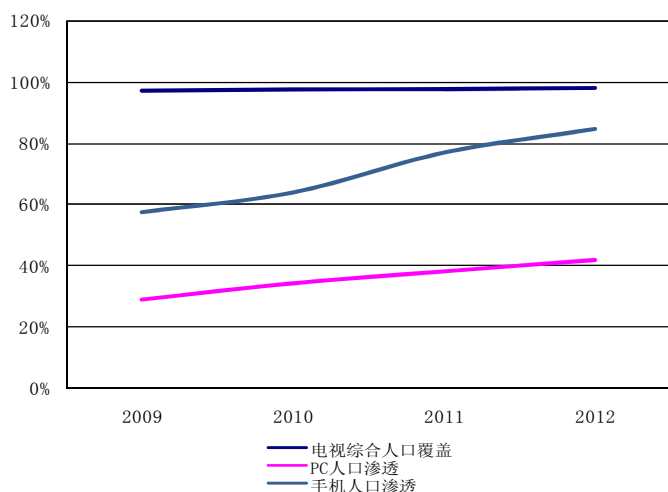
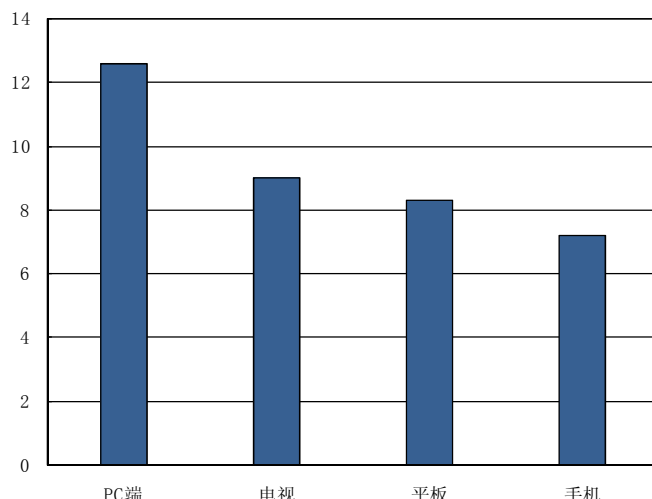


图6 用户不同终端每周观看视频时间(单位: 小时)



资料来源：中国互联数据平台，爱建证券研究发展总部

2.3 带宽提升缓解了基础网络对“一云多屏”的制约

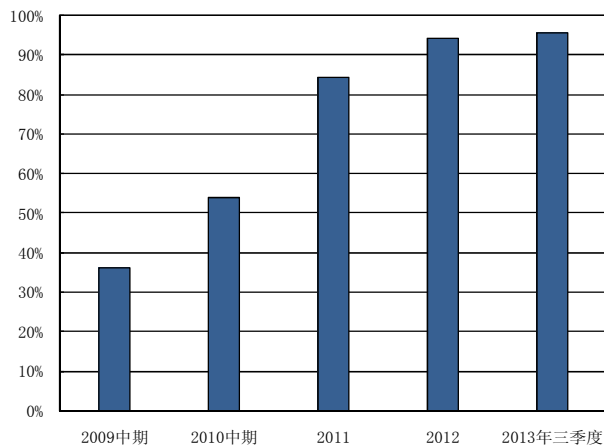
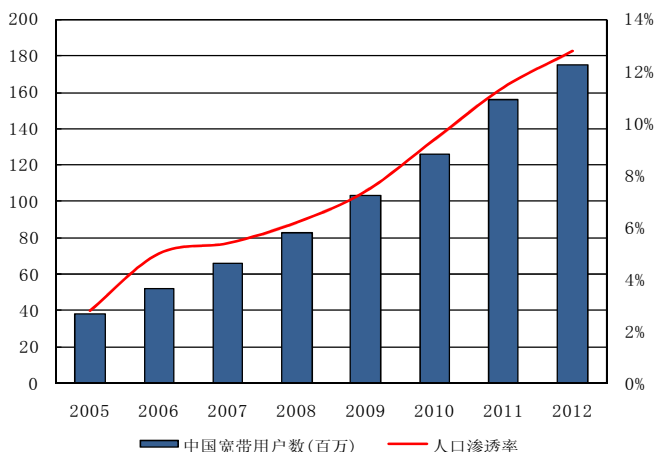
据工信部的统计数据，截至去年8月，我国宽带用户数已达1.84亿户，高速宽带接入用户占比明显提高。2M以上、4M以上和8M以上宽带接入用户占宽带用户总数比重分别达到95.50%、74.30%、18.30%，比去年末分别提高1.20、8.50、2.30个百分点。不过，值得注意虽然目前我国家庭宽带人口渗透率约47%，但相比国际成熟宽带市场普遍达到60%以上，香港、新加坡、韩国等甚至达到90%以上的水平，我国宽带渗透率还处于低位，仅北京和上海的渗透率超过60%，未来发展潜力仍然巨大。

此外，随着“宽带中国”战略的出台，2013年前三季度我国基础电信企业继续加快了宽带提速升级。4M以上宽带接入用户占宽带用户总数的比重已达75.40%，分别比上年末、6月底提高9.60、3.10个百分点。光纤接入FTTH/0用户新增1481万户，

总数达到3519.10万户，占宽带用户总数的比重达到18.90%。我们认为，目前国内主要运营商开始对宽带用户进行提速，带宽普遍升级一倍，其中光纤入户改造后的带宽可达10M-20M，大大提升了网络体验，这为新媒体视频的发展奠定了很好的渠道基础。

图7 中国宽带用户数及渗透率

图8 中国4M及以上覆盖率



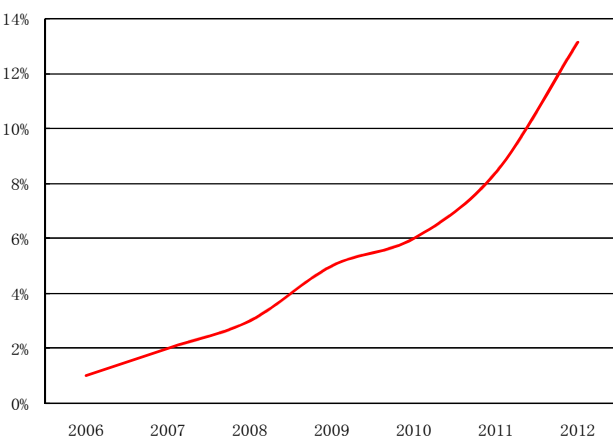
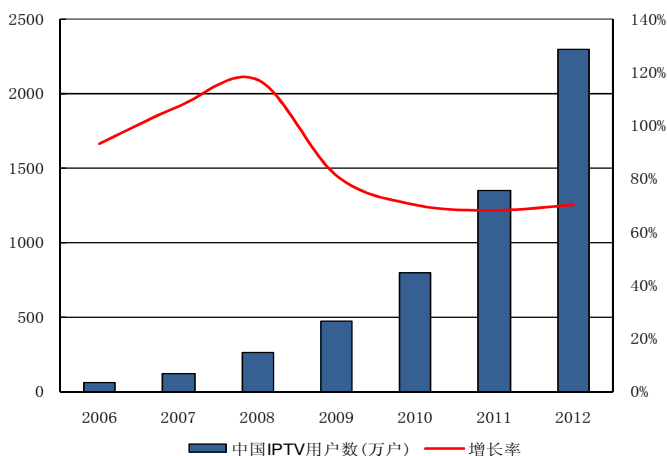
资料来源：工业和信息化部网站，爱建证券研究发展总部

2.4 IPTV 市场规模呈现持续增长态势

自2004年国内开通首个IPTV业务以来，IPTV用户规模以88.60%的复合增长速度快速发展，至2012年底用户规模已达2300万，IPTV宽带渗透率已达13.14%。从发展区域上看，IPTV业务在东部沿海地区发展最为迅速。截止到2012年底，三网融合试点城市已公布2期，共计达到54个城市。目前有6个省市的IPTV用户规模超过100万，分别是江苏、浙江、广东、上海、福建、安徽和陕西，其中，江苏省以416万用户居于首位。

图9 中国IPTV用户数以及增长率

图10 中国IPTV宽带渗透率



资料来源：中国互联数据平台，爱建证券研究发展总部

2.5 互联网电视成重要新生力量

近年来我国互联网电视同样发展迅猛，2012年，互联网电视总体出货量达到4000万，超过了同期IPTV的新增用户规模。在多方努力推动下，互联网电视业务形成了较为清晰的产业链。集成播控平台是产业链的核心，实行牌照准入的制度，目前已有7家牌照方。互联网牌照方负责建成集成播控平台，将自有的电视节目、引进的视频集成编辑，通过自有或者合作方的CDN分发网络，把视频节目和服务通过一体机或者机顶盒传递到用户。因此，互联网电视业务调动了内容制作商、公共互联网提供商、终端厂商的积极性，与播控平台一起力推互联网电视。

我们认为，相比IPTV、数字电视，未来互联网电视有着更加广阔的发展空间。主要原因在于目前互联网电视面临的政策环境相对宽松，牌照方多达7张，而IPTV牌照方现在只有1张。同时，互联网电视内容丰富度高，且不受电视屏限制，又可以避免与有现运营商的直接冲突，因而多方合作的可能大。考虑到我国近年来呈现的带宽扩容趋势，未来限制互联网电视流畅度的带宽瓶颈也将不复存在。

表 1 国内 IPTV、OTT 和数字电视情况对比

	IPTV	OTT	数字电视
概念对比	通过 TCP/IP 协议，传输视音频节目以及开展各种交互增值业务的技术及运营模式	基于互联网的视频服务	专指有线数字电视
传输网络	电信 IPTV 专网	互联网公网	地方无线传输、卫星传输、有线传输
显示	目前只支持电视屏	支持多屏，包括电视、手机、平板电脑、PC 等	电视屏
牌照方	CNTV，各省级电视台	CNTV、百视通、华数、电广传媒、南方传媒、中国国际广播电视台、中央人民广播电视台	广电运营商(运营方必须由广电控股)
播控管制	分为中央集成播控平台和省级分播控平台二级播控资质	通过广电总局运营的 7 家互联网电视播控平台	各地方广电自行改造
产业链参与方	电信运营商、广电运营商、内容提供商	电视机厂商、机顶盒厂商、牌照方主导、互联网企业主导产品	广电
技术标准	统一成熟的技术标准	尚无技术标准	统一成熟的技术标准
优点	(1) 用户互动体验良好；(2) 政策管控明确到位；(3) 盈利模式清晰形成具有自身造血功能的产业链；(4) 统一的技术标准有助于行业发展	(1) 开放性最好,内容资源丰富；(2)支持多屏显示,用户体验好	(1) 收费相对较低；(2) 直播信号稳定
缺点	(1) 目前只能在电视屏显示；(2) 开放性不及 OTT TV	(1) 难以监管；(2) 尚未形成良好的盈利模式；(3) 版权问题难以解决；(4) 业内厂商众多,难以形成合力；(5) 尚无统一技术标准,不利于行业发展；(6) 不支持直播	(1) 双向交互体验差；(2) 服务于用户推广能力较差；(3) 内容资源较为匮乏
用户数量	1800 万	2012年出货量约为2000万台(包括有编号和山寨机)	1.57 亿户
趋势	有望成为未来 3 年内增长最快的客厅视听形式	需和 IPTV 或 DVB 嫁接	用户增速逐步放缓，需改进营销推广及用户体验

资料来源：爱建证券研究发展总部

2.6 移动端增长正逐步发力

近年来移动端视频的需求不断提升，移动视频用户潜在规模巨大。2013年我国手机网民用户规模达5亿，年增长率为19.10%，手机网民在总体网民中的比例从2011年69.30%提升至2013年的81%，继续保持了第一大上网终端的地位。同时，手机视频用户数也不断增长，2013年我国手机视频用户规模达2.47亿，与2012年底相比增长了1.12亿人，同比增长83.80%。网民使用率为49.3%，相比2012年底增长17.3个百分点，而另一方面平板电脑也正逐步成为网络体验的重要移动智能终端。我们认为，未来两年随着移动视频使用环境的逐步完善，具体包括智能手机的发展、Wi-Fi使用率的提升以及未来4G网络的落地等，都会成为移动视频增长的促进因素，也将为移动视频用户规模的增长打下基础。

图11 近年我国手机网民规模与占比变化

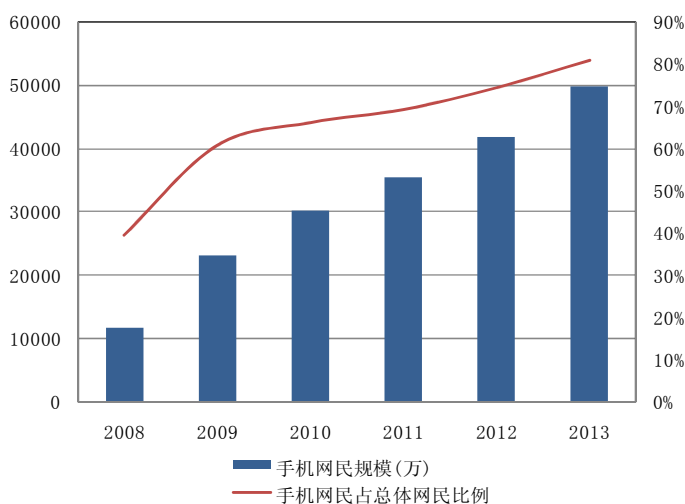
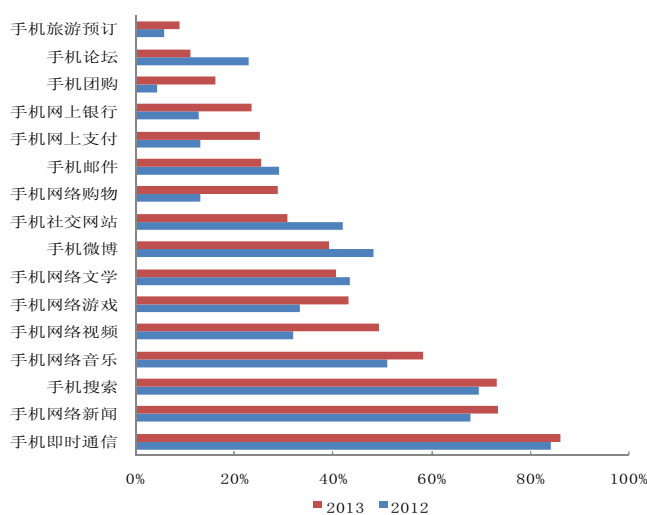


图12 2012-2013年各类手机应用率情况

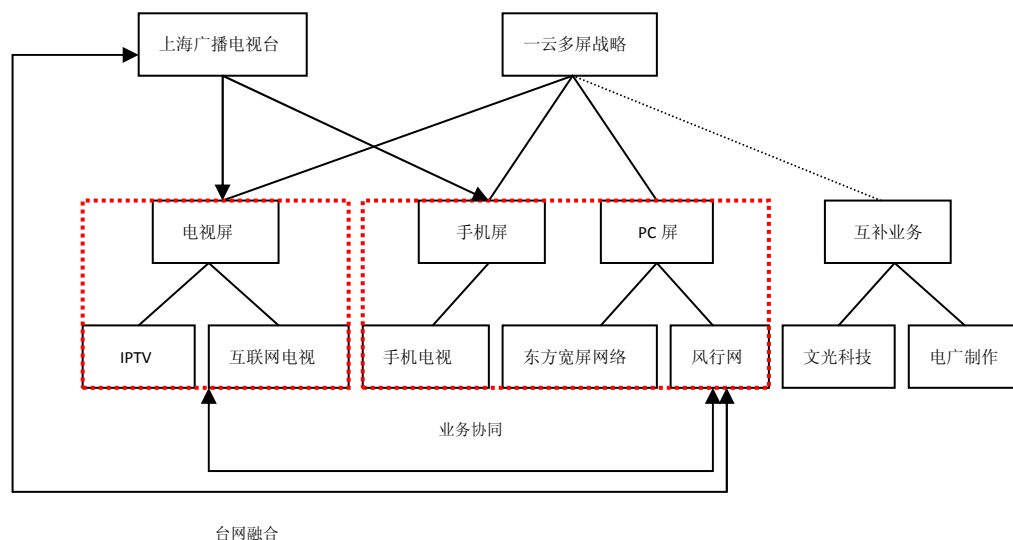


资料来源： 中国互联网信息平台，爱建证券研究发展总部

三、 公司分析：以云平台为核心，构建大视频娱乐生态圈

公司以“一云多屏”为业务发展主线，以电视屏为核心，协同发展移动屏和PC屏业务，形成多屏融合的持续发展格局。同时，公司在系统集成、技术服务和影视多媒体制作等方面亦有协同布局，形成了对多屏融合的有效互补。总体来看，公司“一云多屏”的各项业务目前已形成了较为清晰的商业模式，将为公司持续盈利奠定基础。

图13 公司一云多屏战略总体构架情况



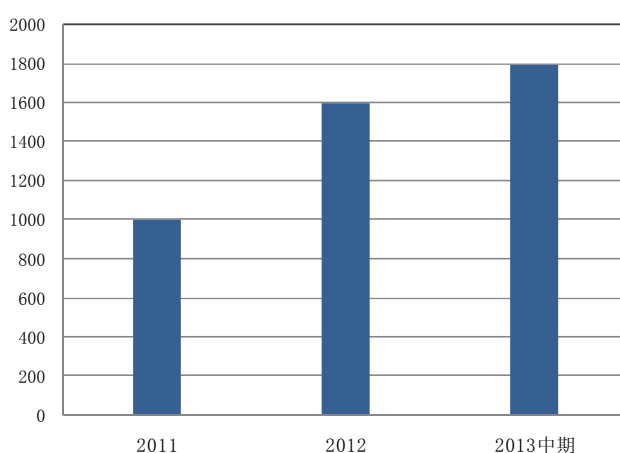
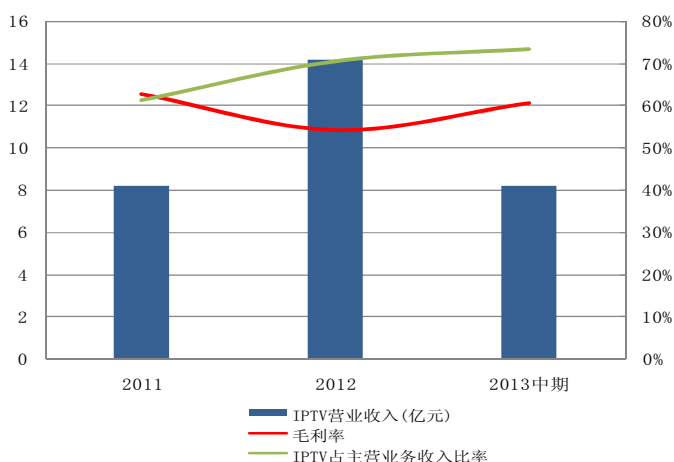
资料来源：爱建证券研究发展总部

3.1 全球最大 IPTV 运营商，IPTV 业务发展迅速

目前公司继续保持着全球最大的IPTV内容服务商、技术服务商、市场服务商的行业地位。2012年以来,公司坚决落实国家关于三网融合的部署,积极推进了IPTV总平台主备平台合并对接、台网联动等工作,同时公司抓住“宽带中国”的战略出台的机遇,为国内IPTV用户提供了良好的服务,获得了用户认可。截止到2013年中期,公司IPTV业务的结算用户已达1800万,业务收入为8.22亿元,同比增长32.56%,占公司营收的比例高达73.42%,是公司目前最核心的业务。在毛利率方面,IPTV业务也居各项业务之首,为60.59%。结合目前公司在上海地区推行的IPTV+OTT的双模试行以及宽带中国战略的推进,预计全国范围内公司IPTV业务用户规模有望继续提升。

图14 近年公司IPTV业务增长情况

图15 IPTV业务累计用户规模数(单位:万户)



资料来源：爱建证券研究发展总部

3.2 互联网电视加速布局，用户规模保持领先

除了IPTV业务外，百视通的互联网电视用户规模在行业中也保持领先地位。2012年，公司整合了IPTV、手机电视、智能电视、电视支付、增值业务、智能广告等子系统为“云电视”平台，初步完成了互联网云电视平台“百视云”系统建设并已实现商用。同时，在OTT牌照获得方面，2012年11月，国家广电总局《关于同意上海广播电视台增加互联网电视客户端编号的批复》，批准百视通200万个互联网电视机顶盒OTT客户端编号，这一编号是当年国内最大规模的OTT序列号牌的批复，为公司OTT用户发展提供了有力的政策支持。此外，在互联网电视销售渠道方面，基于百视通在IPTV推广中与电信运营商积累的良好合作关系，公司机顶盒和一体机在推广中也具有相对其他厂商无法比拟的优势。与此同时，公司还与国美、卓越等电商合作，力图开拓网上销售渠道。截止2012年底，百视通平台累计激活的互联网电视一体机超过300万台，同比增速超过40%，领先于行业。机顶盒“小红”，2012年底实现过万销量。公司预计有望在3到5年内实现累计1000万台的销售目标。

图16 公司互联网电视机顶盒“小红”



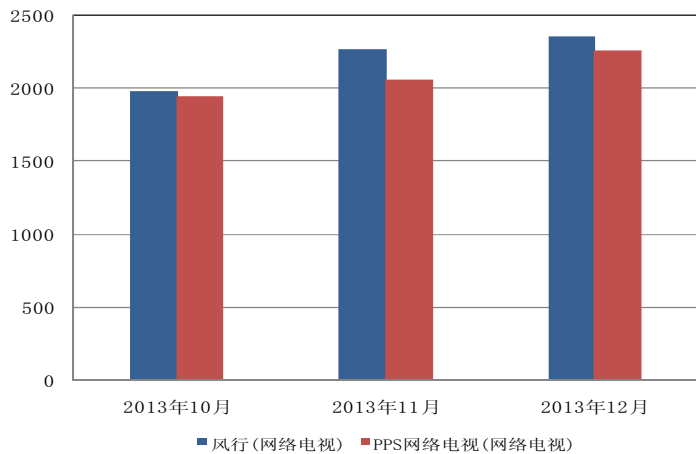
资料来源：公司网站，爱建证券研究发展总部

3.3 控股风行，是实现台网融合与一云多屏的重要一环

2013年，公司对风行网进行了增资使其成为了百视通旗下的全资子公司。这进一步表明公司计划将其内容输出渠道从电视扩展至互联网，使其内容版权价值实现最大化的决心。同时，我们还要看到先前公司对风行网的投资是首次突破了电视台与互联网间基于内容版权交易关系的“台网联动”，真正开启了“台网一家”的业务模式。由于百视通拥有丰富的版权内容，而风行拥有技术平台、广告服务以及大量用户，二者间的合作具有相当的互补性。截止到2013年12月份，风行网PC客户端日均覆盖人数为2358.90万人次，排名继续保持网络电视类第一位，我们认为这与13年来公司逐步从“台网联动”到“台网融合”的战略密不可分，而对风行网的投资，也是公司实现一云多屏的产业布局的重要一环。

图17 风行网软件日均覆盖人数近三月继续保持第一

图18 公司风行网网站界面



资料来源：公司网站，爱建证券研究发展总部

3.4 与微软合作，拓展 OTT 至家庭娱乐中心

2013年，公司与微软合作，成立了百家合信息技术发展有限公司。双方将拿出各自与业务相关的核心资源，在新一代家庭游戏娱乐技术、终端、内容、服务等领域展开全面的合作。目前微软在游戏制作以及家庭游戏娱乐技术方面具有先发优势，是国际三大游戏主机厂商之一。我们认为，微软最新产品Xbox One定位于家庭娱乐中心这一特性，并有意淡化了游戏与电视之间的区隔，相对于机顶盒而言具有更好的体验和用户黏性。结合目前国家解除游戏机销售禁令的情况，未来百视通与微软合资公司最大化利用Xbox产品的入口价值的可行性将打开，从这方面说也将为公司OTT业务继续拓展至家庭娱乐中心打下基础。

图19 家庭娱乐中心概念示意



资料来源：199IT，爱建证券研究发展总部

3.5 迪斯尼业务打开“东方梦工厂”想象空间

2013年，公司审议通过了《关于百视通新媒体股份有限公司与迪士尼合资合作的议案》，百视通拟将与迪士尼展开深度合作，目标是充分发挥双方在专业技术、技能、经验及营销策略等方面优势，通过成立合资公司共同开展围绕百视通和迪士尼相关服务、产品及内容在中国大陆地区的数字技术咨询业务。其中，明确到合资公司有部分家庭、青少及卡通等方面内容的新媒体合作咨询、中国大陆地区合拍投资、项目管理及全媒体合作等相关业务。我们认为未来百视通在全媒体、全产业链扩张过程中，迪斯尼的资源 and 经验可以成为他山之石，完成不断超越。这一方面我们参考东方梦工厂，百视通可通过合资公司具体参与到内容创意中去，把产业链延伸至电视节目、主题乐园、游戏和周边产品的大空间中，甚至可以继续开拓至动画电影及衍生产品服务，我们看到在这方面梦工厂的实践案例无疑提供了良好的范本，也打开了公司这方面的想象空间。

图20 上海东方梦工厂效果图



资料来源：爱建证券研究发展总部整理

四、核心竞争力：公司在内容、牌照与国际化上有优势

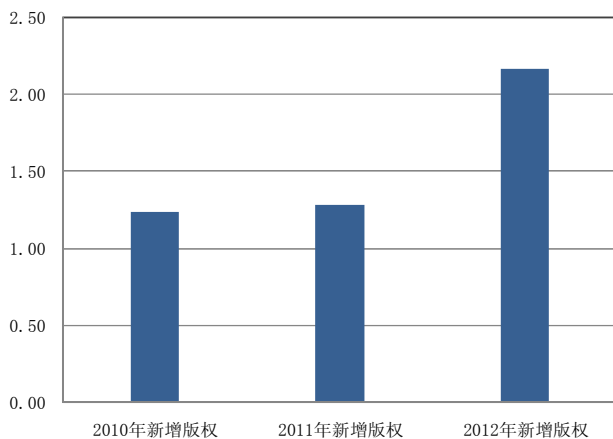
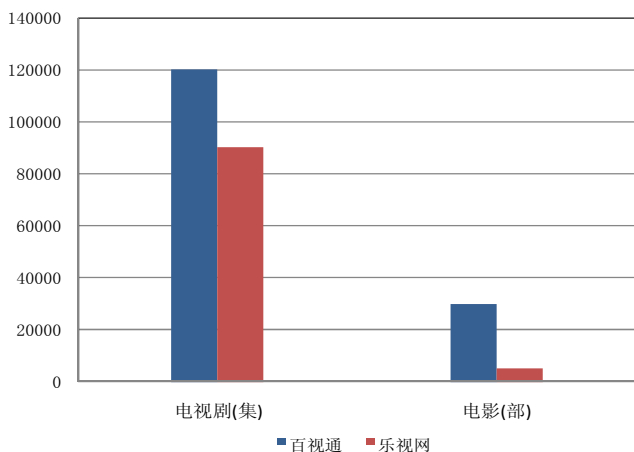
4.1 内容为王，版权库存总量中国第一

公司在产品内容上具有一定的优势，尤其是今年风行网的开拓更是集中体现了公司从“台网联动”到“台网融合”的发展举措，这也主要得益于公司控制人的资源整合能力。目前我们仅以2012年的数据为例，2012年公司采购版权总量超过50000小时，居全国第一。截止2012年年底，公司累计新媒体版权内容超过400000小时，版权库容总量位居行业第一。其中，电影超过30000部，当年新片引进量居行业第一，电视剧

超过120000集。2012年，公司仅在电视终端网络视听版权上的投入就达到了2.17亿元，巨额资金的投入保证了百视通节目资源的丰富性和完整性。

图 21 公司 12 年电视剧与电影新片引进量领先

图 22 公司近年新增版权的增长情况(单位: 亿元)

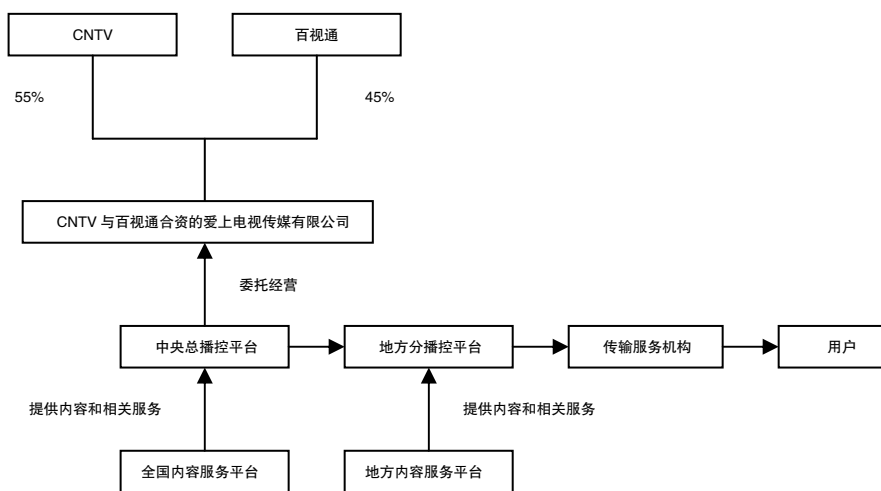


资料来源: 公司财报, 爱建证券研究发展总部

4.2 播控牌照齐全, 深耕电信运营商资源

公司拥有IPTV业务牌照和互联网电视牌照。其中, 百视通和CNTV是仅有的两家全国性IPTV牌照持有方, 而目前这两家已成立了合资公司并由百视通获得全国播控牌照。同时, 公司实际控制人具有《信息网络视听许可证》, 百事通具有互联网电视牌照。正是由于牌照资源的相对稀缺性, 对其他企业而言形成了较高的行业进入门槛, 公司在发展相关视频业务上具备显著的政策优势。

图23 全国IPTV业务总播控体制构架



资料来源: 爱建证券研究发展总部

表2 目前全国IPTV牌照与OTT牌照的获得企业

全国 IPTV 牌照方	百视通	CNTV					
互联网电视牌照方	央视国际	百视通	杭州华数	南方传媒	湖南电视台	中央国际广播电台	中央人民广播电台

资料来源：爱建证券研究发展总部整理

4.3 具备超越广电系的市场化及国际化程度

公司是目前广电系上市公司中市场化程度最高的传媒公司。在公司的高管中，很多人都曾任职于国内外著名的IT、互联网和传媒公司，为百视通带来出身广电阵营，却能理解互联网、按照互联网规律不断实现自我提升的特殊优势。国际化的视野为百视通开拓了市场化和全球化发展的新思路，也正因为百视通在IPTV、互联网电视等领域的开拓走在了行业前沿。同时，本次公司与微软成立合资公司以及与迪士尼成立合资公司都体现出公司在围绕全媒体及国际化战略运作上加大开拓的思路。我们认为，百视通处于上海改革的前沿阵地中，在与微软、迪士尼两大国际巨头合作的基础上，未来有与其他国际企业进一步在面向中国和全球市场上进行持续合作的潜在可能。

表3 公司主要高级管理人员情况

姓名	职务	主要经历
陶鸣成	总裁	在文广海外公司担任十多年负责人
郭京申	副总裁	曾经供职于英特尔，曾开拓性地建立国际计算机公司本地化和区域化的合作体系
陈浩源	副总裁	曾以多来米中文网期间的创业经验，辅导台湾新创企业超过 100 余家
黄思钧	副总裁	长期从事电子信息领域的研发和管理工作，曾经在思科工作多年，曾经担任思科 IPTV 工程总监
顾章	CFO	曾任纳斯达克上市企业 UT 斯达康财务总监
邢普	副总裁兼财务总监	曾服务于 AXA 集团、NORTHEIMER 工程公司、雷曼兄弟
罗江春	副总裁	曾在美国经纬通讯有限公司、美国思科系统有限公司

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

五、盈利预测与估值

综合上述行业与公司分析，我们的盈利预测假设如下：

- IPTV业务：该项业务收入占比较大，占公司总营收的70%左右。由于目前全国IPTV市场增长潜力大，预计未来两年IPTV用户规模增长在40%及以上水平，APRU值预计随着公司的挖掘和用户成熟度的提高有望达到20%的年增长率，但收入端由于有CNTV和地方台的分成，预计收入增速相对2011年的较

高值会有下滑，但总体仍将保持良好增长。

- 舞美策划、设备租赁等业务占比较小，相对波动率大，我们假设其盈利贡献近年来基本保持不变。
- OTT业务：该业务是公司未来战略的重点之一，2012年公司就已布局。预计2013年相关业务会有明显增长。同时，随着IPTV+OTT模式的推进未来两年也将逐步对公司业绩贡献增量。
- PPV业务：增值业务分为PPV和非PPV两块。总体预计2013年增长势头良好，未来两年也有望保持这一势头。这主要是基于IPTV、OTT用户规模上升，以及相应的公司加大了对包括电影、电视剧、卡通、体育等版权片库积累的缘故。同时，广告业务再加上非PPV的增值业务比如电视购物等，预计也会有不俗的增长贡献。
- 风行网：移动端视频是弥补公司以电视屏为核心的不足而重点投资的领域，也是形成台网融合、一云多屏的重要环节。我们预计伴随着公司对风行网的绝对控股，未来两年风行网贡献利润值得期待。
- 国际业务：该项业务目前正处于拓展期，短期进展速度不会太快，预计目前贡献利润的程度相对也会较小，未来两年有望逐步提高。

表4 公司主要业务盈利预测(单位：百万元)

主要业务	分项	2012	2013E	2014E	2015E
IPTV业务	主营业务收入(万元)	1418.10	1902.67	2518.89	3428.94
	同比增长	73.40%	34.17%	32.39%	36.13%
	毛利率%	54.38%	56.32%	56.50%	56.80%
手机电视	主营业务收入	68.89	128.56	220.28	378.15
	同比增长	8.55%	86.62%	71.34%	71.67%
	毛利率%	51.68%	44.05%	46.31%	46.53%
其他	主营业务收入	472.22	539.95	711.36	955.33
	同比增长	23.95%	14.34%	31.75%	34.30%
	毛利率%	40.20%	49.10%	50.10%	49.32%

数据来源：爱建证券研究发展总部

我们预计2013-2015年公司营业收入25.71、34.50和47.62亿元，每股收益分别为0.62元、0.84元和1.15元。对应22日股价的市盈率分别为65.36倍、48.61倍和35.79倍。目前主要传媒公司2013-2015年平均市盈率分别为68.76倍、47.91倍和36.16倍，其中乐视网、人民网等新媒体公司估值均在70倍以上。我们暂时排除公司与微软和迪斯尼未来相关业务的因素下，看好在激励基金计划推出后公司一云多屏、台网融合战略的实施，以及在此基础上IPTV用户付费、广告、增值业务，互联网电视等业务的持续发展，首次给予“推荐”的投资评级。

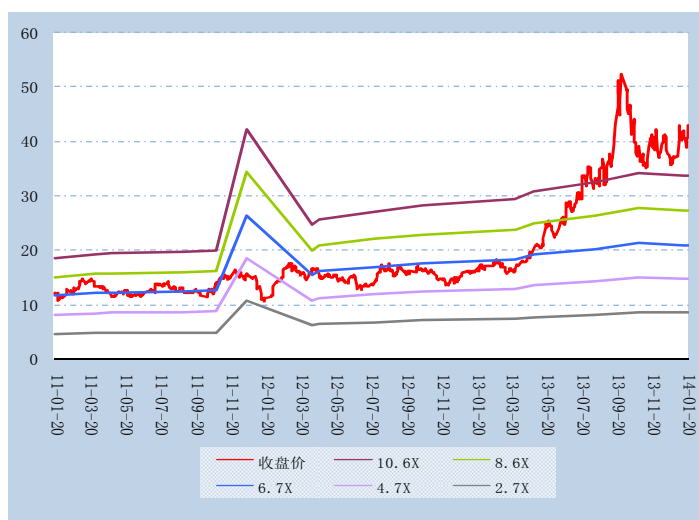
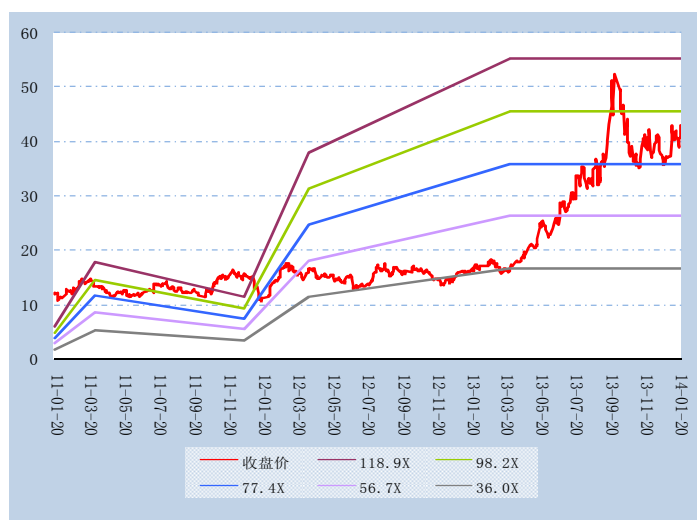
表 5 国内可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE		
			2012A	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
000156.SZ	华数传媒	23.10	0.17	0.26	0.35	0.50	89.26	66.67	45.82
000917.SZ	电广传媒	14.83	0.63	0.46	0.52	0.58	31.96	28.41	25.78
002238.SZ	天威视讯	13.28	0.40	0.42	0.46	0.53	31.52	28.75	25.18
600037.SH	歌华有线	8.66	0.28	0.32	0.39	0.54	26.75	22.04	16.18
601929.SH	吉视传媒	8.76	0.28	0.33	0.45	0.59	26.85	19.54	14.85
300104.SZ	乐视网	49.39	0.46	0.34	0.53	0.78	143.58	92.80	63.53
002292.SZ	奥飞动漫	39.85	0.44	0.42	0.64	0.89	94.59	62.21	44.73
603000.SH	人民网	91.84	0.83	1.08	1.54	2.06	84.99	59.79	44.49
300251.SZ	光线传媒	45.31	1.29	0.78	1.03	1.31	58.02	44.03	34.67
300133.SZ	华策影视	39.04	0.56	0.54	0.83	1.07	72.50	47.32	36.40
002400.SZ	省广股份	43.01	0.94	0.72	1.00	1.27	59.52	43.22	33.92
300315.SZ	掌趣科技	35.75	0.56	0.30	0.58	0.79	117.99	61.95	45.05
300027.SZ	华谊兄弟	30.43	0.40	0.54	0.66	0.77	56.35	46.11	39.52
算术平均	-	-	0.56	0.50	0.69	0.90	68.76	47.91	36.16

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部(截止日期 2014 年 1 月 22 日)

图 24 近年公司 PE-BAND 情况

图 25 近年公司 PB-BAND 情况



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

六、风险提示

- 在业务政策方面，由于IPTV涉及到电信和广电两个垄断性强的行业，业务存在受政策面影响出现较大风险的可能。
- 在分成比例方面，由于IPTV实行二级播控资质，平台各方需共同努力来提升推广进度，因而在分成比例上如有变化将影响收入情况。
- 在用户需求方面，当下高清IPTV已成为用户体验主力，未来随着互联网电视和一体机达到较高使用水平，公司需要有更强的产品研发能力。

附： 公司财务报表预测(单位：百万元)

资产负债表						利润表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1427.58	1813.53	2243.17	3599.61	4539.48	营业收入	1335.47	2027.75	2571.18	3450.53	4762.42
应收和预付款项	310.98	283.62	471.60	540.70	825.86	减：营业成本	671.88	1129.38	1234.68	1652.80	2274.06
存货	114.78	128.19	162.66	225.74	295.15	营业税金及附加	51.19	72.46	91.88	123.31	170.19
其他流动资产	0.00	14.64	14.64	14.64	14.64	营业费用	84.37	82.54	104.66	140.46	193.86
长期股权投资	766.65	983.71	983.71	983.71	983.71	管理费用	181.55	236.77	300.22	402.90	556.08
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-8.21	-20.79	-45.65	-61.89	-91.98
固定资产和在建工程	242.77	361.30	300.89	240.49	180.09	资产减值损失	1.41	11.70	7.65	5.65	8.65
无形资产和开发支出	110.77	143.74	86.14	28.54	0.00	加：投资收益	46.42	38.43	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	18.98	17.24	16.06	14.89	14.89	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2992.49	3745.96	4278.87	5648.31	6853.80	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	5.00	1.26	0.00	0.00	0.00	营业利润	399.69	554.12	877.74	1194.30	1652.56
应付和预收款项	316.74	587.24	434.90	883.86	840.52	加：其他非经营损益	8.66	29.22	34.09	33.09	34.09
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	408.36	583.34	911.83	1227.39	1686.65
其他负债	2.81	16.37	16.37	16.37	16.37	减：所得税	52.71	85.54	227.96	304.85	421.66
负债合计	324.55	604.88	451.27	900.24	856.89	净利润	355.65	497.79	683.87	922.54	1264.99
股本	1113.74	1113.74	1113.74	1113.74	1113.74	减：少数股东损益	0.55	-18.68	-11.04	-16.82	-20.43
资本公积	1107.77	1088.64	1088.64	1088.64	1088.64	归属母公司股东净利润	355.10	516.47	694.91	938.36	1285.42
留存收益	367.49	882.38	1579.98	2515.32	3784.32						
归属母公司股东权益	2589.00	3084.76	3782.36	4717.70	5986.70						
少数股东权益	78.94	56.32	45.24	30.37	10.21	业绩和估值指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
股东权益合计	2667.94	3141.09	3827.60	4748.07	5996.91	EBITDA	567.99	791.37	981.28	1273.11	1654.84
负债和股东权益合计	2992.49	3745.96	4278.87	5648.31	6853.80	净利润	355.65	497.79	683.87	922.54	1264.99
						EPS	0.319	0.464	0.624	0.837	1.154
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	BPS	2.325	2.770	3.391	4.226	5.360
经营性现金净流量	547.42	923.04	661.64	967.03	1124.62	PE	127.31	87.53	65.05	48.49	35.17
投资性现金净流量	319.12	-518.38	24.57	27.57	29.57	PB	17.46	14.65	11.96	9.59	7.54
筹资性现金净流量	11.52	-8.70	44.36	65.80	91.67	EV/EBITDA	77.25	54.93	43.85	32.73	24.60
现金流量净额	875.66	394.17	730.57	1060.40	1245.86	股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

数据来源：WIND, 爱建证券研究发展总部

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com